

VU Research Portal

Spreken de financiële pagina's voor zich? Dagbladen zijn niet altijd duidelijk

van den Assem, M.J.; van der Sar, N.L.

published in

Tijdschrift voor het Economisch Onderwijs
2001

document version

Peer reviewed version

[Link to publication in VU Research Portal](#)

citation for published version (APA)

van den Assem, M. J., & van der Sar, N. L. (2001). Spreken de financiële pagina's voor zich? Dagbladen zijn niet altijd duidelijk. *Tijdschrift voor het Economisch Onderwijs*, 101(4), 205-211.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

E-mail address:

vuresearchportal.ub@vu.nl

This is a postprint of

Spreken de financiële pagina's voor zich? Dagbladen zijn niet altijd duidelijk

Assem, M.J. van den, Sar, N.L. van der

Tijdschrift voor het Economisch Onderwijs, 101(4), 205-211

Published version: no link available

Link VU-DARE: <http://hdl.handle.net/1871/51889>

(Article begins on next page)

SPREKEN DE FINANCIËLE PAGINA'S VOOR ZICH?

Martijn J. van den Assem en Nico L. van der Sar *
Erasmus Universiteit Rotterdam

Versie: december 2003 **

■ In vrijwel elke editie publiceren de Nederlandse dagbladen een overzicht van de financieel-economische actualiteit. De cijfermatige verslaggeving van de effectenhandel van de voorgaande dag maakt hier een belangrijk deel van uit. Soms is er een uitgebreide toelichting te vinden, maar vaak ontbreekt het aan enig begeleidend commentaar. Ons doel is meer inzicht te geven in de dagelijkse publicatie van de financiële pagina's. Allereerst besteden we daartoe aandacht aan verschillende categorieën effecten, vergezeld van een verklaring of interpretatie van enkele gepresenteerde cijfers. Daarna gaan we in op het belang van een goede koersvorming en de betekenis die aan koersen en koerswijzigingen kan worden toegedicht.

* Drs. M.J. van den Assem en Dr. N.L. van der Sar zijn verbonden aan de sectie Finance & Investments van de Faculteit der Economische Wetenschappen, Erasmus Universiteit Rotterdam. Correspondentie: vandenassew@few.eur.nl

** Eerdere versies van dit artikel verschenen in:

- Tijdschrift voor het Economisch Onderwijs, augustus 2001, nr. 4, pp. 205-211;
- Financiering en Belegging (deel 1, tekstboek), 2002, Van den Assem e.a., pp.193-203.

AANDELEN

Formeel omschrijft men effecten wel als volgt: “bewijzen van deelgerechtigheid in een vermogen, in winst of in schuld op termijn, die de houder aanspraak geven op de ontvangst van één of meerdere toekomstige geldstromen”. Effecten kunnen worden onderverdeeld in aandelen, obligaties, beleggingsfondsen, warrants, opties en futures. Beleggingsfondsen, warrants en futures blijven in dit artikel onbesproken. Een aandeel is een bewijs van deelname in het vermogen van een naamloze vennootschap en verschaft de bezitter het recht op medezeggenschap in de ondernemingⁱ, op uitkering van het restant per aandeel bij liquidatie en ‘last but not least’ op het gedeelte van de ondernemingswinst per aandeel dat in de vorm van dividend wordt uitgekeerd.

Een onderneming laat zich bij haar dividendbeleid meestal niet al te veel beïnvloeden door tijdelijke winstfluctuaties. Het streven is vaak gericht op het in de loop der tijd goed voorspelbaar zijn van het uitgekeerde dividend. Doordat het ingehouden gedeelte van de winst wordt aangewend ter financiering van groei of aflossing van schulden komt het uiteindelijk middels een naar verwachting hoger toekomstig dividend alsnog ten goede aan de aandeelhouders. Dit verklaart waarom een besluit omtrent de uit te keren hoeveelheid dividend (dividendaankondiging) op zich geen gevolgen hoeft te hebben voor de aandelenkoers. Vaak zien beleggers in een gewijzigd dividendbeleid echter een signaal van de directie aangaande de toekomstige winstgevendheid van de onderneming. Een ondernemingsleiding die voorstelt het dividend te verruimen wekt de suggestie vertrouwen te hebben in het beschikbaar komen van voldoende middelen voor de uitvoering van gewenste investeringen en ter handhaving van de dividenduitkering aan aandeelhouders.

In het algemeen maakt men bij de aandelen die worden verhandeld op de Amsterdamse Effectenbeurs (tegenwoordig bekend als Euronext Amsterdamⁱⁱ) onderscheid in vier categorieën: aandelen deel uitmakend van de AEX-index, aandelen deel uitmakend van de AMX-index (de Midkap-index), de overige binnenlandse aandelen en aandelen met een notering aan de NMAX. De AEX-index is samengesteld uit de 25 aandelen die over een jaar (in euro's) gemeten het meest werden verhandeld. De gewichten binnen de index worden vervolgens bepaald op basis van de marktwaarde van het vrij verhandelbare aandelenkapitaalⁱⁱⁱ. Normaal gesproken wordt ieder jaar begin maart^{iv} de opbouw van de beide indices gewijzigd en wordt ook de weging van ieder aandeel in de index opnieuw vastgesteld. Aandelen die relatief zwaar meewegen zijn vooral de financiële instellingen ABN Amro, Aegon, Fortis en ING en daarnaast ook oliereus Koninklijke Olie, technologiebedrijf Philips en was- en voedingsmiddelen-onderneming Unilever.

Gewoonlijk staat in elke krant achter de naam van ieder aandeel de koers waarop het aandeel de betreffende handelsdag is geëindigd (slot), de slotkoers van de vorige handelsdag (vk), de laagste koers van de betreffende handelsdag (la) en de hoogste koers van de betreffende

Afbeelding 1: Volkskrant 15-05-01

	slot	vk	la	ho	omzet	lj	hj	div	wpa	kw
aandelen aex-index										
aex index	587,14	592,26	583,56	588,53	-	512,45	22/3	703,18	5/9	-
abn amro holding	21,68x	22,33	21,52x	21,89x	9641102	18,90	22/3	29,60	23/8	0,50
aegon	34,88	35,20	34,44	35,19	2943479	29,65	22/3	48,89	6/12	0,44
ahold	35,48	35,37	35,17	35,57	5693989	26,50	16/5	37,08	30/11	0,49
akzo nobel	46,98	47,63	46,73	47,60	2236834	40,70	31/5	59,15	8/12	0,90
asm lithography	28,31	29,53	28,26	29,29	9841914	20,25	3/1	50,80	17/7	-
buhmann	18,78	18,75	18,50	19,05	1711310	17,60	24/4	35,20	21/7	0,60
dsm	43,57	44,00	43,56	44,25	504426	30,25	18/10	44,60	11/5	1,24
elsevier	14,77	15,24	14,66	15,15	5053947	9,92	29/5	16,15	15/11	0,19
fortis (nl)	28,06	28,29	27,84	28,35	3091358	25,48	22/3	37,00	3/11	0,76
getronics	6,02	6,04	5,93	6,08	1727692	4,45	22/3	21,77	16/5	0,04
gucci	101,85	103,75	100,05	103,70	456524	81,40	16/1	122,00	21/9	0,45
hagemeyer	24,95	24,50	24,50	25,09	396659	21,00	4/12	32,93	4/8	0,52
heineken	47,95	48,49	47,59	48,20	792658	42,84	5/6	56,52	10/11	0,03
ing groep cert.	75,00	75,20	74,37	75,40	3656748	61,02	15/5	89,49	4/1	1,43
kon. olie	67,15	66,97	66,36	67,33	6851201	59,01	4/4	75,90	13/10	1,51
kpn	12,95	13,20	12,65	13,10	12360327	9,86	22/3	55,55	16/6	1,06
kpnqwest	13,05	13,76	13,05	13,97	1137628	8,24	17/4	58,00	18/7	-
numico c.	45,14	44,10	44,51	45,50	2735332	40,56	15/3	61,05	17/11	0,53
philips, kon.	35,80	36,42	35,38	36,15	11334439	27,11	17/4	59,28	18/7	0,36
tnt post groep	24,82	25,00	24,65	24,99	1553225	22,09	22/3	29,25	6/7	0,50
unilever c.	63,55	63,25x	62,60	63,95	3074891	46,50	3/7	71,65	1/12	0,95
upc	7,06	7,30	7,01	7,29	860077	4,71	6/4	37,25	15/5	-
versatel	5,12	5,36	5,01	5,28	980220	3,63	4/4	47,90	27/6	-
vnu	46,75	46,75	46,16	47,05	1334736	35,90	6/4	64,30	5/9	0,40
wolters-klower c.	31,21	31,14	30,59	31,34	1356109	20,51	19/9	33,00	20/4	0,50
aandelen midkap-index										
amx index	589,46	591,56	585,91	590,22	-	525,86	9/4	705,95	4/9	-
amstelland	16,05	15,95	15,90	16,15	183811	12,75	18/5	18,50	1/9	0,80
asm international	27,70	27,70	27,30	28,00	311696	9,80	3/1	34,90	17/5	-
be semiconductor	10,00	9,85	9,65	10,05	120654	6,50	22/3	20,30	17/5	0,47
cmg	6,25	6,55	6,10	6,60	1190657	5,20	26/4	24,85	3/10	0,0285
corus	1,25	1,25	1,22	1,26	347012	0,80	28/9	1,73	16/5	-
csn cert.	24,20	24,15	23,85	24,35	516469	20,25	3/7	30,65	13/11	0,60
draka holding	64,20	65,35	63,40	67,35	111761	46,40	22/3	89,35	1/9	1,02
hunter douglas	30,60	30,00	29,95	30,60	30721	24,65	15/5	36,45	17/11	0,92
ihc caland	57,30	57,35	57,30	57,85	37094	43,35	15/12	61,40	18/10	1,27
klm	22,00	22,00	21,70	22,10	296323	17,55	17/10	34,75	17/7	0,68
landis group	9,35	9,70	9,35	9,65	57123	6,40	4/4	21,45	5/6	-
laurus	6,50	6,70	6,45	6,85	315534	5,30	4/4	13,35	16/11	0,70
libertel	12,20	11,60	11,40	12,20	771929	9,00	1/3	19,45	17/7	-
moolen, van der	33,85	34,05	33,75	34,20	301008	15,33	15/5	42,16	19/2	4,50
nedlloyd	25,95	25,90x	25,20	26,15	40214	18,30	11/7	27,50	13/6	1,00
nutreco Holding	49,95x	50,00	49,50x	49,95x	26280	38,60	7/6	57,70	29/12	0,57
oce	13,65	13,85	13,55	13,85	182368	12,25	9/4	18,90	2/10	0,50
ordina nv	24,65	24,90	24,65	25,00	60608	17,30	22/3	38,00	15/5	-
pinkroccade	51,60	51,60	51,50	52,00	96768	37,55	10/4	78,50	5/10	0,51
randstad holding	14,75	14,95	14,55	14,90	47859	12,00	25/4	46,70	15/5	0,50
unit 4	36,90	38,50	35,80	38,75	70969	34,00	4/4	57,80	5/9	-
vedior c.	13,30	13,15	13,10	13,35	975713	9,40	9/4	18,00	5/10	0,25
vendex kbb	16,00	16,15	15,85	16,25	202963	12,81	21/12	20,05	26/5	0,47
vopak	26,90	26,95	25,95	27,10	154224	19,00	21/12	28,30	18/4	1,25
wessanen, kon. cert.	13,95	14,05	13,90	14,00	166216	10,00	15/5	15,00	15/11	0,58
binnenlandse aandelen										
aalberts ind.	24,50+	25,30	23,80+	25,20+	29769	19,10	19/5	28,00	2/11	0,4583
abn amro prf a.	81,50Z	83,40	81,00x	81,00x	301	71,00	22/3	114,15	24/8	1,71
abn amro prf c.	2,19n	2,40+	2,19n	2,27x	128498	2,09	19/9	2,42	11/5	0,21
accell group	12,50-	12,30-	12,30	12,50-	13349	8,00	26/9	12,50	14/5	0,60
afjax	6,50+	6,85	5,70+	6,70-	21614	5,10	1/5	10,10	24/8	-
aino	6,50A	6,50	-	-	-	5,40	17/4	20,50	5/6	-
alanheri cert	8,00A	8,00A	-	-	-	7,50	15/3	10,40	11/7	0,23
and intern publ	0,17	0,17+	0,17+	0,18-	81100	0,13	23/2	2,25	23/5	-
aot	5,15-	5,15	5,10-	5,20	93447	4,55	29/5	7,45	19/2	0,50
arcadis	9,60-	9,55	9,45	9,60-	9267	7,25	20/6	9,75	19/2	0,33
arnh.mij akzo	16,00	16,00A	16,00	16,00	2252	15,00	28/6	16,95	4/12	-
asd. rubb	2,10-	2,10-	2,08+	2,10-	34500	1,60	5/10	2,29	5/3	0,14
athlon groep	15,20-	15,15-	14,85	15,35-	7090	11,10	8/12	19,05	3/7	0,626
axa stenman	16,50-	16,50-	16,50-	16,50-	208	15,50	22/6	19,60	11/4	0,97
baan company	2,65+	2,64+	2,63+	2,65-	28692	1,15	23/5	3,49	26/5	-
ballast nedam cpc	27,55-	27,65-	27,40	28,00-	10090	19,85	18/5	28,10	9/5	1,13
bam-nbm, kon.	20,95	21,35-	20,95	21,70	114100	12,50	5/7	21,70	14/5	0,82

handelsdag (ho). Aan de hand van de slotkoersen kan het dagrendement eenvoudig worden bepaald als $[(\text{slot} - \text{vk}) / \text{vk}]$. Voor de aandelen uit de AEX-index blijkt het dagrendement van

maandag 14 mei 2001 'gemiddeld' ongeveer één procent negatief te zijn geweest (zie afbeelding 1; De Volkskrant - dinsdag 15 mei 2001). Overigens wordt in de opzet van de AEX-index niet gecorrigeerd voor koersveranderingen als gevolg van dividenduitkeringen, zoals die van € 0,50 (per aandeel) door ABN Amro Holding (herkenbaar aan de 'x' achter de slotkoers). De koersdaling van 65 eurocent (slot - vk) moet daar voor een groot deel aan worden toegeschreven, omdat de notering van de betreffende handelsdag ex-dividend is en de koers van de voorgaande handelsdag dit uit te keren dividend nog wel omvatte. Omdat ABN Amro deel uitmaakt van de index is het gemiddelde rendement van de hoofdfondsen die dag dus eigenlijk iets hoger geweest dan de waardeverandering van de index suggereert.

Sterke koersveranderingen kunnen indicatief zijn voor het ontbreken van duidelijkheid over de waarde van het aandeel. Meestal is dit het geval indien ondernemingsspecifiek nieuws de markt bereikt. Kijken we bijvoorbeeld naar het aandeel AFC Ajax, dan kan worden geconstateerd (i) dat er sprake is van een aanzienlijke koersval ter grootte van zo'n vijf procent $[(6,85 - 6,50) / 6,85]$, (ii) dat er binnen de betreffende handelsdag zelfs aandelen zijn verhandeld voor € 5,70 (waarbij er overigens meer vraag was dan aanbod; de toevoeging '+' staat voor 'gedaan en bieden', hetgeen betekent dat er tegen deze prijs aandelen zijn verhandeld, maar dat er na de transactie nog steeds vraag was op deze koers) en (iii) dat er binnen de betreffende handelsdag ook aandelen zijn verhandeld voor nota bene € 6,70 (op deze koers bestond er na de transactie juist meer aanbod dan vraag; de toevoeging '-' staat voor 'gedaan en laten'). Eén en ander komt zonder meer voor rekening van het verlies tegen Feyenoord op 13 mei 2001. Het gevolg daarvan was een praktisch geheel verdwenen kans op (directe) plaatsing voor de financieel aantrekkelijke Champions League. Gaat men uit van ongeveer 18,3 miljoen uitstaande aandelen (dit cijfer is niet in de krant terug te vinden), dan komt de koersdaling overeen met een waardeverlies van om en nabij de 6,4 miljoen euro. Dat de gederfde (toekomstige) winst niet door alle beleggers in de markt op hetzelfde niveau werd geschat (en dus dat de markt 'moeite' had de juiste waarde van een aandeel onder de verslechterde omstandigheden te bepalen) toont de relatief sterke intradag variatie van de koers van AFC Ajax: tussen € 5,70 en € 6,70.

Overigens is AFC Ajax NV een voor beursbegrippen kleine onderneming. De grootste zijn zoals gezegd opgenomen in de AEX-index en worden ook het meest verhandeld. Dit laatste blijkt duidelijk uit de cijfers in de kolom 'omzet'. Daar staat voor ieder aandeel het totaal aantal stuks vermeld dat tijdens de betreffende beursdag is verhandeld^v. Aandelen uit de AMX-index, de zogenaamde Midkap-aandelen, kennen veel lagere omzetcijfers, terwijl in enkele van de overige binnenlandse aandelen (Aino en Alanheri) zelfs helemaal geen handel heeft plaatsgevonden. De letter A die achter de koers (slot) van sommige aandelen staat, geeft aan dat die koers een advieskoers is, waarbij de verwachting is dat er rond die koers gehandeld kan/gaat worden.

De kolommen rechts van de omzetgegevens betreffen de laagste (lj) en de hoogste koers (hj) over de afgelopen 12 maanden, met vermelding van de datum waarop deze niveaus werden gerealiseerd. Zet men de 'huidige' koers (slot) daartegen af dan blijkt het niveau van de meeste aandelen per 14 mei 2001 relatief laag te zijn. De oorzaak hiervoor moet worden gezocht in de aanzienlijk minder gunstige verwachtingen en grotere onzekerheid aangaande de toekomstige winstgevendheid van de meeste ondernemingen dan voorheen. Daarmee is niet gezegd dat de verwachtingen absoluut gezien bijzonder slecht zijn, maar wel dat deze fors in benedenwaartse richting zijn bijgesteld. Aandelenkoersen veranderen met name door veranderingen in de verwachte toekomstige winstgevendheid en veranderingen in de risicoperceptie van beleggers ten aanzien van het aandeel.

In de laatste drie kolommen worden achtereenvolgens het laatst uitgekeerde dividend (div) per aandeel, de (door een aantal financiële instellingen) getaxeerde winst per aandeel (wpa) en de bijbehorende koers-winstverhouding (kw) vermeld. Een getaxeerde of voorspelde winst over het lopende jaar is te prefereren boven de gerealiseerde winst over het afgelopen jaar, omdat toekomstige rendementen zullen samenhangen met de mate van realisatie van verwachte toekomstige bedrijfsresultaten en in principe niet met wat er in het verleden allemaal is gebeurd. Een (relatief) hoge koers-winstverhouding duidt op het ingecalculeerd zijn van een hoge toekomstige winstgroei^{vi}. Die groei zou de hoge prijs per euro ondernemingswinst moeten rechtvaardigen. Een treffend voorbeeld is het aandeel KPN met een koers-winstverhouding van nota bene 92,50. Bij aandelen met een lagere verhouding wordt de (voorspelde) winst zorgezegd minder duur betaald. Een negatieve waarde is niet zo eenvoudig te interpreteren, behalve dat gezegd kan worden dat deze later naar verwachting positief zal worden, anders zou het aandeel immers niets waard zijn. Overigens merken we hier op dat de koers-winstverhouding met de nodige voorzichtigheid moet worden gehanteerd bij beleggingsbeslissingen, vooral door de vertekende invloed die bepaalde boekhoudkundige regelgeving kan hebben. Bovendien worden de getaxeerde winstcijfers over het algemeen weinig frequent geactualiseerd.

Tenslotte nog enige opmerkingen over de NMAX en de daarop genoteerde aandelen. De afkorting staat voor de Nieuwe Markt Amsterdam Exchanges en vormt een apart beurssegment of deelmarkt van de Amsterdamse Effectenbeurs. Voor de NMAX gelden minder stringente toelatingscriteria. In het begin van 1997 is de Nieuwe Markt tot stand gekomen, speciaal bedoeld voor jonge en snelgroeiende ondernemingen. De huidige situatie van de NMAX kan echter zeer teleurstellend worden genoemd, evenals de operationele performance van de meeste ondernemingen na hun beursintroductie. Van de beloofde snelle groei blijkt in veel gevallen geen sprake te zijn geweest. De meeste ondernemingen zijn inmiddels failliet of overgegaan naar de Officiële Markt.

OBLIGATIES

Een obligatie is een schuldbewijs, uitgegeven door een onderneming of de overheid, waarover meestal een vooraf bepaalde jaarlijkse rentevergoeding wordt betaald^{vii} - de couponrente - en waarvan de hoofdsom of nominale waarde wordt terugbetaald volgens een bepaald aflossingsplan (ineens, geleidelijk of nooit; in het laatste geval is sprake van een eeuwigdurende of perpetuele lening waarbij de houder van de obligatie zijn geld alleen kan terugkrijgen door verkoop op de beurs).

De koers van een obligatie wordt altijd uitgedrukt in procenten ten opzichte van de nominale waarde (zie afbeelding 2; De Telegraaf - donderdag 10 mei 2001) en is vooral afhankelijk van

de rentestand. Is de kapitaalmarktrente laag (geworden) in vergelijking tot de couponrente, dan ontvangt de obligatiehouder een couponrente-vergoeding die hoger is dan hij zou realiseren bij uitzetting van zijn geld op de kapitaalmarkt, bijvoorbeeld door het opnieuw uit te lenen. Dit voordeel is terug te vinden in de hoge marktprijs van een obligatie. Zo laten bijvoorbeeld staatsleningen met een couponrente van 5¾ procent een slotkoers laten zien die duidelijk boven de honderd procent ligt. Een belegger betaalt in feite een premie voor de relatief hoge rentevergoeding over de hoofdsom van de obligatie, waardoor zijn effectieve rendement lager uitkomt.

Afbeelding 2:
Telegraaf 10-05-01

Staatsleningen		
8½nl-II-91-06	116,05	116,15
8½nl-92I-02	102,59	102,60
8½nl-92I-II-07	116,40	116,55
8½nl-92I-II-07	117,45	117,60
7½nl-95-05	110,42	110,49
7½nl-93p-23	123,50	123,55
7½nl-94-04	107,87	107,97
7nl-93-03	103,92	103,97
7nl-95-05	108,05	108,10
6½nl-93-03	103,45	103,52
6nl-96-06	105,18	105,27
5½nl-94-04	102,83	102,91
5½nl-96-02	101,43	101,49
5½nl-97-07	104,50	104,65
5½nl-98-28	99,10	99,15
5½nl-00-10	103,00	103,10
5½nl-98-08	101,80	101,95
4½nl-00-03	100,29	100,36
3½nl-99-09	91,60	91,75
3nl-99-02	98,77	98,81

Dit is het geval bij alle drie de vermelde soorten obligaties die in de loop der tijd zijn geëmitteerd (te weten in 1996, 1994 en 1997). In overeenstemming hiermee geldt ook: hoe langer de resterende looptijd, des te hoger de waarde. Het langer ontvangen van een voordelige couponrente ten opzichte van de kapitaalmarktrente heeft een hogere koers als implicatie^{viii}. Een voorbeeld illustreert dit. De 5¾ staatsobligatie die wordt afgelost in 2002 is op 9 mei 2001 gesloten op 101,49. Dezelfde obligatie, maar dan met 2004 als einde van de looptijd eindigde op 102,91 en de obligatie met aflossing in 2007 tikte af op 104,65. Overigens, dat de kapitaalmarktrente om en nabij de 4,75 procent ligt (elders in de krant te vinden) kan ook worden afgelezen uit de slotkoers van de 4¾ staatsobligatie 00-03 (uitgegeven in 2000 en af te lossen in 2003), die

Afbeelding 3:
Telegraaf 10-05-01

7philips e ^{96,28}	109,05A	108,35f
12rabo ⁹⁷ solidw euro	99,50f	99,00
7rabobank ⁹⁸ aegon	97,00A	97,00e
7rabobank b ^{98,21}	101,10	101,05e
7rabobank ^{99,22} \$	104,90A	104,90A
6rabobank ^{99,21}	100,40A	100,40A
7rabobank ^{99,22} fr	103,75A	103,75A
6rabobank b ^{97,20}	104,70A	104,45A
5rabobank ^{94,02}	100,50A	100,50A
5rabobank ^{96,21}	100,02A	100,02A
5rabobank ^{97,27}	102,75A	102,70e
5rabobank ^{98,10}	102,35A	102,50
5rabobank ^{99,24} \$	101,25A	101,25A
5rabobank ^{99,21}	100,10A	100,10A
5rabobank ^{99,24} \$	101,00A	101,00A
5rabobank ^{99,22}	97,90A	97,60e
5rabobank ^{99,22}	100,70A	100,70A
5rabobank ^{99,24} euro	101,80A	101,80A
5rabobank ^{99,24} euro	99,35f	99,25f
5rabobank ^{99,24} \$	100,10A	100,10A
5rabobank ^{99,24} \$	100,10A	100,10A
4rabobank ^{99,24} euro	100,40A	100,40A
4rabobank ^{99,24}	96,45	96,60
4rabobank ^{99,24} dm	99,50A	99,50A
3rabobank ^{99,24} euro	97,15A	97,15A
63-4sns groep e ^{99,24}	104,90f	104,95f
6sns groep e ^{97,28}	102,80	102,75

100,36 bedraagt en dus dichtbij 100 ligt. Let wel, het gaat hier om een obligatie met een vrij korte resterende looptijd, uitgegeven door een zeer kredietwaardige Nederlandse Staat, waarbij nauwelijks risico bestaat dat de (coupon)rente- en aflossingsverplichtingen niet kunnen worden nagekomen. De reputatie of kredietwaardigheid van de uitgevende instelling is relevant voor het beloofde rendement als gevolg van het ingeprijsde wanbetalingrisico. Ook al bieden obligaties vergeleken met aandelen een veel grotere zekerheid ten aanzien van de ontvangst van een vergoeding voor het ter beschikking gestelde vermogen, in het geval van ernstige financiële problemen of faillissement zal de uitbetaling mogelijk worden opgeschort of zelfs (gedeeltelijk of in zijn geheel) achterwege blijven. De implicatie van een - door beleggers als ongunstig ervaren - hoger risico is een lagere (contante) waarde van de obligatie, ofwel een lagere koers.

Maken we een vergelijking tussen de slotkoersen van de 5¾ NL 97-07 (104,65), de 5¾ BNG 97-07 (103,00)^{ix} en de 5¾ Rabobank 97-07 (102,70 - zie afbeelding 3; De Telegraaf - donderdag 10 mei 2001), dan blijkt de koers inderdaad lager te zijn in het geval van een hoger wanbetalingrisico. Overigens speelt het risico van wanbetaling natuurlijk nog veel meer bij het uitlenen van geld (in ruil voor een schuldbewijs: de obligatie) aan kleine, onbekende ondernemingen dan aan grote, financieel krachtige ondernemingen of instellingen als de Rabobank. Verder merken we op dat er een zeer grote verscheidenheid aan obligaties bestaat met (contractuele) verschillen die niet worden vermeld in de beursberichten van een dagblad. Zo bestaan er bijvoorbeeld uitlootbare leningen. Hierbij wordt van een aantal door het lot bepaalde series de hoofdsom eerder gerestitueerd dan van andere series. Daarnaast zijn er obligaties waarbij de emittent het recht heeft de obligatie vervroegd af te lossen (zogenaamde 'callable bonds'), of waarbij de houder het recht heeft de looptijd te verlengen ('extendable bonds'). Ook bestaan er zogenaamde converteerbare obligaties die gedurende een bepaalde vastgestelde periode (de conversieperiode) door de obligatiehouder tegen een vooraf vastgestelde koers kunnen worden omgewisseld in aandelen van de uitgevende instelling (de conversiekoers). Dit omwisselingsrecht verschaft de 'convertible' een meerwaarde boven de gewone obligatiewaarde. De omvang van deze meerwaarde is afhankelijk van de kans dat het aandeel tijdens de conversieperiode voldoende zal blijken te hebben gepresteerd om omwisseling aantrekkelijk te doen zijn. Tenslotte zijn er ook nog de zogenaamde 'reverse convertibles' waarbij niet de belegger, maar de uitgevende instelling het recht heeft de obligatie om te wisselen in aandelen. Het risico van reverse convertibles is daardoor aanmerkelijk hoger dan dat van gewone converteerbare obligaties; bedenk wat het gevolg is van een ingezakte aandelenkoers... Sommige dagbladen vermelden reverse convertibles en gewone converteerbare obligaties afzonderlijk, maar dit geschiedt niet altijd. Omdat op het eerste gezicht aantrekkelijke prijsverschillen het gevolg kunnen zijn van belangrijke aspecten die niet staan vermeld in de krant, is voorzichtigheid geboden bij het beoordelen van de aantrekkelijkheid van converteerbare obligaties.

OPTIES

Een converteerbare obligatie is in feite niets meer en niets minder dan een bundeling van een obligatie en een optie. Een gewone converteerbare obligatie geeft de belegger zoals gezegd het recht om - in ruil voor kwijtschelding van de aflossingsverplichting - de emittent te verplichten tot het leveren van een vastgesteld aantal aandelen^x. Een dergelijk recht noemt men een call-optie: het recht om gedurende een bepaalde periode (de looptijd) aandelen geleverd te krijgen in ruil voor een vaste betaling (de uitoefenprijs). De waarde van een call-optie zal hoger zijn naarmate de waarde van het onderliggende activum (bijvoorbeeld een aandeel Philips) hoger is; de prijs waartegen men de optie kan uitoefenen ligt immers vast. De tegenhanger van de call-optie is de put-optie. Een put-optie geeft de bezitter het recht om gedurende de looptijd tegen een vaste prijs aandelen te verkopen. Voor een put-optie geldt daarom het omgekeerde, namelijk dat de waarde hoger is naarmate de waarde van het onderliggende activum lager is. Belangrijk is in te zien dat er altijd twee partijen betrokken zijn bij een optiecontract: de koper en de schrijver. Waar de koper steeds betaalt voor een koop- of verkooprecht ontstaat voor de schrijver steeds een verkoop- of koopplicht. In ruil voor het aangaan van die plicht ontvangt de schrijver van de optie de betaling van de koper, ook wel de 'premie' genoemd. De potentiële winst van de schrijver van een optie is begrensd tot deze premie, terwijl het maximale rendement van de koper van een optie praktisch ongelimiteerd is^{xi}. De koper en de schrijver van een optie dienen zich altijd bewust te zijn van de hogere risico's verbonden aan hun belegging. De schrijver moet rekening houden met een leverings- of afnameplicht en de koper dient de mogelijkheid in te calculeren dat zijn opties waardeloos expireren (aflopen). Vergeleken met de rendementsdistributie van een directe belegging in de onderliggende waarde spreekt men wel van de hefboomwerking van opties.

Op de optiebeurs van Amsterdam Exchanges worden gestandaardiseerde call- en put-opties verhandeld op onder meer alle aandelen uit de AEX-index en vrijwel alle aandelen uit de AMX-index. De standaardisatie betreft voornamelijk het aantal onderliggende aandelen (meestal 100), de looptijd (tot en met de derde vrijdag van een maand) en de uitoefenprijs (in beginsel ronde bedragen). De handel in opties vindt net als bij aandelen gedurende iedere handelsdag doorlopend plaats.

Als voorbeeld zullen we kijken naar een aantal opties ABN Amro (zie afbeelding 4; Algemeen Dagblad - zaterdag 26 mei 2001). Vrijwel iedere krant drukt alleen gegevens af van de opties waarin de meeste handel is geweest. Opties die 'far out-of-the-money' zijn - dat zijn opties waarvoor geldt dat de koers van de onderliggende waarde zich ver boven (call) of onder (put) de uitoefenprijs beweegt - worden meestal nauwelijks verhandeld en ook voor opties op minder beweeglijke aandelen en van de wat kleinere ondernemingen bestaat vaak weinig belangstelling. Het aandeel ABN Amro (afgekort AAB) behoort wereldwijd echter tot de meest verhandelde

optiefondsen. Zo bedroeg de totale omzet over 2000 ongeveer 6,2 miljoen contracten. Op vrijdag 25 mei werden voor een aandeel ABN Amro prijzen betaald tussen € 22,26 (laagste intradag koers) en € 22,75 (hoogste). De slotkoers bedroeg € 22,36. De call-optie met looptijd oktober 2001 en uitoefenprijs € 25,00 sloot de dag af op 60 eurocent. In totaal werden er 278

Afbeelding 4:

Algemeen Dagblad 26-05-01

De 300 meest actieve series					
serie	uitoef- prijs	om- zet	lgst koers	hgst koers	slot
abn amro holding	22,36				
c jun	22,50	268	0,45	0,60	0,45
c jun	24,00	100	0,10	0,10	0,10
c jul	22,50	87	0,85	1,00	0,85
c okt	25,00	184	0,55	0,60	0,60
c okt	27,22	278	0,20	0,25	0,20
c jan	25,00	194	1,00	1,10	1,00
c o03	15,00	120	8,50	8,60	8,50
c o04	30,00	168	2,10	2,20	2,10
c o05	15,00	127	8,80	9,00	8,80
c o05	20,00	705	5,80	6,10	5,80
p jun	22,00	58	0,20	0,35	0,35
p jun	22,50	64	0,40	0,55	0,55
p okt	19,28	136	0,45	0,50	0,45
p okt	22,68	267	1,50	1,65	1,65
p jan	22,50	238	1,85	2,00	1,95
p o03	20,00	247	2,40	2,60	2,60
p o04	17,50	52	2,30	2,40	2,30
p o05	20,00	155	3,50	3,70	3,60

contracten van deze optie verhandeld. De vermelde prijzen zijn per onderliggend aandeel, dus de koper moest exclusief transactiekosten (bij veel banken ongeveer vijf euro per contract) honderd maal € 0,60 ofwel € 60,00 per optie betalen. Voor dit bedrag kocht hij het recht om tot en met oktober 100 aandelen te kopen tegen betaling van 25 euro per aandeel. Onmiddellijk uitoefenen van de optie - dat wil zeggen daadwerkelijke levering van de stukken afdwingen - zou weinig zinvol zijn, aangezien het aandeel op de beurs te koop is voor ongeveer 22 euro. De 60 cent die de koper heeft betaald is dus volledig gebaseerd op de aanwezige mogelijkheid dat het aandeel voor de derde vrijdag van oktober boven de € 25 noteert en uitoefening daarmee wel aantrekkelijk is. Men zegt wel dat de optiepremie bij deze optie geheel uit zogenaamde tijd- en verwachtingswaarde bestaat. Overigens hoeft de koper niet te wachten tot het einde van de looptijd, maar hij kan zijn optie ook tussentijds verkopen. Stel namelijk dat ABN Amro kort na aanschaf flink stijgt, dan zal de optie ook sterk in waarde toenemen. Immers, de kans op een expiratie boven de uitoefenprijs is door de hogere koers toegenomen. Bij een tussentijdse daling geldt uiteraard het omgekeerde. Bekijk nu de AAB call jan 25,00. Het enige contractuele verschil met de vorige optie is de langere looptijd die zich vertaalt in een hogere premie. Voor drie maanden additionele looptijd moet 40 eurocent extra worden neergelegd. Intuïtief is dit goed te begrijpen, want ieder recht is meer waard naarmate men er gedurende een langere periode gebruik van kan maken. Vergelijken we de twee afgedrukte oktober-series, dan komt ook de relatie tussen optieprijs en uitoefenprijs aan het licht. De slotkoers van de AAB call okt 27,22^{xiii} bedroeg slechts 20 eurocent. De benodigde investering is dus duidelijk geringer dan bij de AAB call okt 25,00, maar het risico is door de hogere uitoefenprijs ook een stuk groter. Particulieren moeten zich - zeker gezien de relatief hoge transactiekosten - niet te snel laten verleiden tot de aanschaf van dit soort 'dobbel-calls'. Bekijken we de put-opties dan valt op dat een hogere uitoefenprijs (bij een gelijke looptijd, bijvoorbeeld oktober) zich juist vertaalt in een hogere premie. Dit is niet verwonderlijk, want de put-optie verschaft zoals gezegd het recht om tegen de uitoefenprijs te verkopen. Een voorbeeld van een langlopende optie is de AAB call okt 2005 20,00 met een slotkoers van € 5,80. Tot en met de derde vrijdag van oktober 2005 heeft de bezitter van deze optie de mogelijkheid 100 stukken ABN Amro te kopen voor € 20,00 per aandeel. Inclusief de betaalde premie zal - los van transactiekosten en gedeelde rente - winst zijn gemaakt indien het fonds op expiratedatum

boven de € 25,80 eindigt. Natuurlijk geldt ook hier weer dat geprofiteerd kan worden van een tussentijdse koersstijging door de behaalde winst middels verkoop van de optie te verzilveren. Merk op dat bij deze optie de premie niet geheel uit tijd- en verwachtingswaarde bestaat. Het verschil tussen de koers van het aandeel en de uitoefenprijs van de call-optie ($22,36 - 20,00 = € 2,36$) noemt men de 'intrinsieke waarde'. De intrinsieke waarde geeft aan in welke mate de optie 'in-the-money' is. De rest van de premie ($5,80 - 2,36 = € 3,44$) is tijd- en verwachtingswaarde. Een aantal kranten vermeldt voor iedere optieserie tevens de zogenaamde 'open interest'. Dit betreft het totale aantal uitstaande optiecontracten en geeft een indicatie van de liquiditeit van de optieserie.

HET BELANG VAN EEN 'CORRECTE' KOERSVORMING

Euronext Amsterdam organiseert een gereguleerde markt voor effecten, verzorgt de notering, regelt en garandeert de afwikkeling van de transacties en verricht een aantal administratieve taken. Haar functioneren is gebaat bij de creatie en instandhouding van wat men wel noemt een 'fair and orderly' markt. Het vertrouwen van de marktparticipanten (waaronder ongeveer 1,5 miljoen huishoudens) is hiervan immers afhankelijk. Koersen zijn op een 'fair and orderly' markt 'correct': zij bevatten alle op dat moment beschikbare informatie en weerspiegelen als zodanig de onderliggende financieel-economische waarde. Eenvoudiger gesteld is de koers dan precies in overeenstemming met de (rationele) verwachtingen omtrent het rendement dat het effect zal genereren. Dit laatste hangt natuurlijk af van de voorziene winstgevendheid van de betreffende onderneming of instelling. Een handige praktische implicatie van een informatieel efficiënte markt is dat men blind kan varen op de koersen die tot stand komen en er geen aanvullend eigen onderzoek nodig is. Dit betekent overigens niet dat de heersende verwachtingen ook inderdaad zullen uitkomen, maar wel dat bijzonder gunstige resultaten moeten worden beschouwd als geluk^{xiii}. Op een hoger niveau gezien hangt het functioneren van een effectenbeurs samen met haar rol als allocatiemechanisme van vermogen. Is de koersvorming niet correct, dan zal het 'schaarse' vermogen niet (altijd) terecht komen waar het het meest productief kan worden aangewend. Vanuit een maatschappelijk of welvaartseconomisch oogpunt is dit natuurlijk ongewenst.

KOERSVORMING IN DE PRAKTIJK

De algemeen heersende gedachte is echter dat de koersvorming in Amsterdam gemiddeld genomen correct is. Een belangrijke rol voor de totstandkoming hiervan wordt toegekend aan zogenaamde arbitrageurs die afwijkingen uitbuiten door actief te handelen. Aldus dragen zij zorg voor een evenwichtsherstellende tendens in de markt^{xiv}. Natuurlijk wordt er wel eens een te hoge of een te lage prijs betaald, bijvoorbeeld vanwege 'ruis' in de informatiestroom, waardoor het toekomstperspectief verkeerd wordt ingeschat, maar als uitgangspunt geldt dat zo'n

verkeerde prijsstelling van korte duur is en niet systematisch voor komt. In het algemeen kunnen koersen daarom worden geïnterpreteerd als een reflectie (beter: de contante waarde) van de met het effect verband houdende risicodragende toekomstige geldstromen naar de houder. Koersstijgingen wijzen dan op het vrijkomen van gunstige informatie (er worden bijvoorbeeld onverwacht hogere ondernemingswinsten voorzien) en dalingen op ongunstig nieuws (bijvoorbeeld verband houdend met een toegenomen risico ten aanzien van de voorziene ondernemingswinsten). Soms zijn er aanwijsbare nieuwsbronnen, denk aan officiële persberichten van een bepaalde onderneming of de bekendmaking van onderzoeksrapporten aangaande het financieel-economische klimaat. Vaak ook niet, en dan moet de oorzaak van koersveranderingen worden gezocht in transacties van marktpartijen met superieure, voor anderen onbekende informatie. Natuurlijk kunnen er ook tijdelijke koersfluctuaties ontstaan door (ver)koopdruk ('price-pressure'-effecten) verband houdend met transacties uit hoofde van liquiditeitsoverwegingen. Bestudering van de koersen en de rendementen die worden gegenereerd tezamen met fundamentele informatie van ondernemingsspecifieke en financieel-economische aard, kan nader inzicht geven in de waarschijnlijke oorzaak van een waargenomen koersverandering en mogelijk zelfs leiden tot aannemelijke voorspellingen, rijkdom en geluk.

ⁱ Een deel van alle genoteerde ondernemingen heeft ter bescherming tegen een ongewenste overname alleen certificaten van aandelen in notering gebracht. Certificaten geven de bezitter in het algemeen geen enkel effectief stemrecht, waardoor de totale zeggenschap binnen de onderneming ook na een beursintroduktie in handen kan blijven van een kleine groep investeerders of bestuurders. Recente ontwikkelingen met betrekking tot 'corporate governance' lijken het einde in te luiden van de certificering van aandelen.

ⁱⁱ Onder het ook zelf beursgenoteerde pan-Europese beursbedrijf Euronext vielen aanvankelijk de effectenbeursen van Amsterdam, Brussel en Parijs. Later kwamen daar de effectenbeurs van Porto en de Engelse derivatenbeurs LIFFE bij. Euronext bestaat sinds september 2000.

ⁱⁱⁱ Euronext Amsterdam heeft dit wegingscriterium in 2001 aangepast. Voorheen werd gekeken naar de marktkapitalisatie van het totale gewone eigen vermogen. Nu wordt er rekening mee gehouden dat soms een groot gedeelte van de aandelen in vaste handen is, zoals bijvoorbeeld de Staat een belangrijk gedeelte van KPN bezit.

^{iv} In het verleden (het jaar 2000 en eerder) werd de index eind februari aangepast. Als gevolg van drukte door de afhandeling van de optie-expiratie van februari is dit met ingang van 2001 verplaatst naar begin maart.

^v Ter interpretatie van de in afbeelding 1 gerapporteerde omzet dient er rekening mee te worden gehouden dat op dat moment bij de meeste transacties - transacties die via de centrale markt werden afgehandeld - sprake was van een zogenaamde dubbeltelling. Registratie geschiedde namelijk op basis van een koop en een verkoop via een zogenaamde hoekman, die als het ware als tussenpersoon fungeerde. Deze specialist hield overigens ook zelf vaak enige voorraad aan. Omzetten buiten de centrale markt om zijn transacties die door banken en commissienaars worden gemeld als zijnde transacties die zij voor eigen rekening hebben gedaan met hun klanten (de beleggers). Deze transacties kon men in feite beschouwen als 'enkelvoud'. Met de invoering van een nieuw handelssysteem (NSC) per 29 oktober 2001 is de hoekman verdwenen en is er geen sprake meer van dubbeltelling.

^{vi} Een hoge koers-winstverhouding kan ook het gevolg zijn van een laag risico. Als de kans op sterke tegenvallers klein is, zal een belegger genoeg nemen met een lager rendement. Anders: hij zal bereid zijn een relatief hoge prijs te betalen per huidige euro ondernemingswinst.

^{vii} Over een zero-coupon obligatie wordt geen rente betaald. De uitgiftekoers is in dit geval echter minder dan honderd procent van de hoofdsom, waardoor de rentevergoeding in feite via een omweg wordt ontvangen, namelijk met de aflossing van de obligatie.

^{viii} Aangenomen dat de termijnstructuur van de rente min of meer vlak is.

^{ix} De afkorting 'BNG' staat voor Bank voor Nederlandse Gemeenten, een semi-overheidsinstelling ter financiering van de lagere overheid.

^x De belegger zal alleen van dit recht gebruik maken indien de waarde van de te verkrijgen aandelen hoger is dan de directe verkoopopbrengst van de convertible. De laatste is ten minste gelijk aan de waarde van de nog resterende betalingen uit hoofde van de obligatie-component.

^{xi} De hoogst haalbare waarde van een put-optie is gelijk aan de uitoefenprijs, aangezien de waarde van een aandeel per definitie nooit kleiner dan nihil kan zijn.

^{xii} Bij deze serie is geen sprake van een ronde uitoefenprijs, doordat de optie voor 1 januari 1999 als langlopend contract is geïntroduceerd. Alle noteringen waren toen nog in guldens; € 27,22 is het equivalent van fl. 60,00.

^{xiii} Of deels, zo men wil, als een beloning voor extra inspanningen met bijbehorende kosten die precies worden goedge maakt.

^{xiv} De snelheid waarmee het herstel van evenwicht geschiedt, hangt vooral af van de grootte van de fout, het benodigde vermogensbeslag en de bereidheid onder arbitrageurs tot het nemen van risico's.